



ERNEST PYTLARCYK TEL. 829 0166
MARCIN MAZUREK TEL. 829 0183
RADOSŁAW CHOLEWIŃSKI TEL. 829 1207
WOJCIECH TRZEPIZUR TEL. 829 0188
E-MAIL: research@brebank.com.pl

Daily Letter

STRON: 5

środa, 28 listopada 2007

Makroekonomia

Dziś drugi dzień posiedzenia RPP i decyzja w sprawie stóp procentowych

Oczekujemy podwyżki o 25 pb. i jak na razie nie spodziewamy się kroków 50 punktowych, które na obecnym etapie mogłoby zostać odebrane jako porażka komunikacji z rynkiem. 50 punktowa podwyżka możliwa jest natomiast na początku przyszłego roku w związku ze skokowym wzrostem inflacji CPI.

Decyzji w sprawie stóp procentowych należy spodziewać się we wczesnych godzinach popołudniowych. Naszym zdaniem RPP podwyższy dziś stopy o 25 bps. do poziomu 5,0%. Zasadniczym powodem podwyżki będzie szybko rosnąca inflacja CPI; wzrost cen żywności wydaje się mieć trwały charakter i może wpływać na wzrost oczekiwań inflacyjnych. Naszym zdaniem w ostatnim okresie wzrosło również ryzyko wzrostu przyszłej inflacji związane z wyższymi jednostkowymi kosztami pracy (dynamika ULC w IV kw. prawdopodobnie przekroczy 10% r/r wobec 8,3% r/r w III kw.) oraz presja popytowa na wzrost cen (będziemy się o tym mogli przekonać już w okresie przedświątecznym). Ryzyko przekroczenia przez wskaźnik CPI progę 3,5% (górną granicę celu inflacyjnego) jest naszym zdaniem realne już w listopadzie (publikacja danych inflacji CPI 13 grudnia). **Wydaje się również, że od ostatniego posiedzenia RPP (większość Rady zignorowała wówczas sygnał z modelu ECMOD o wyższej inflacji w średnim okresie) część „gołębic” argumentów, takich jak obawa przed dalszym wzmacnianiem złotego, przestała być aktualna. Zagrożenie dla realizacji celu inflacyjnego (wysokie prawdopodobnym wydaje się zbliżenie inflacji CPI do poziomu 4% w I kw. 2008 oraz dalszy systematyczny wzrost inflacji bazowej) powinno skutkować szybkimi podwyżkami stóp – oczekujemy, że w I kw. 2008 stopa REPO wzrośnie do 5,75-6,0%.** Wydaje nam się, że zagrożenia te mogłyby skutkować bardziej zdecydowanym ruchem ze strony Rady już na dzisiejszym posiedzeniu (podwyżka o 50 bps.), jednak zapewnienia jastrzębich członków tego gremium o utrzymaniu 25 punktowych kroków, i widmo ewentualnej porażki w komunikacji z rynkami czynią podwyżkę o 50 bps. ciągle mniej prawdopodobną w najbliższym czasie (uważamy, że podwyżka o 50 bps. jest bardziej prawdopodobna dopiero w styczniu, bądź też w lutym). **Oczekujemy, że komunikat po posiedzeniu Rady będzie miał jastrzębi wydźwięk i podkreśli konieczność dalszych podwyżek stóp - w odróżnieniu do październikowego komunikatu w dzisiejszym komunikacie może pojawić się stwierdzenie, że ryzyko, że inflacja ukształtuje się powyżej celu wzrosło w ostatnim czasie. Nie wydaje się nam jednak, aby już dziś Rada chciała „straszyć” inwestorów podwyżkami o 50 bps, czy deklaracją wprost o konieczności podwyżki stóp w grudniu – stałoby to w wyraźnej sprzeczności z tezami głoszonymi niedawno przez część RPP.**

Wzrost indeksu IFO

Niemieckie firmy prawdopodobnie zdyskontowały już skutki wyższych cen paliw i silnego euro a proces dostosowawczy do nowych warunków rynkowych właśnie się rozpoczął.

Indeks IFO wzrósł w listopadzie do poziomu 104,2 pkt, przeciwieństwo wskaźnika konsensusu rynkowego. Stało się to za sprawą poprawy oceny sytuacji bieżącej (110,4 pkt.) przy pogorszeniu oczekiwań (98,3 pkt.). Warto jednak zaznaczyć, że ruchy na obydwu składowych (oraz na indeksie zbiorczym) były raczej kosmetyczne i tym samym nie potwierdziły dużego spadku indeksu ZEW (dotyczącego oczekiwań, bo tylko ten komponent jest śledzony przez rynki). **Wygląda więc na to, że wyłącznie analitycy spodziewają się znacznego pogorszenia sytuacji w gospodarce niemieckiej. Dobre wyniki finansowe przedsiębiorstw zwiększają ich oceny sytuacji bieżącej a (niewielki) spadek oczekiwań sygnalizuje raczej nastroje panujące na rynku, a nie rzeczywiste przecucie nadchodzących problemów.** Rzeczywiście, w obliczu korzystnych wyników finansowych przedsiębiorstwa będą w stanie przetrwać krótkotrwałe obniżenie popytu bez konieczności redukcji zatrudnienia i inwestycji. Wydaje się, że firmy zdyskontowały już skutki wyższych cen paliw i silnego euro a proces dostosowawczy właśnie się rozpoczął, co przeprowadzi gospodarkę niemiecką przez lekkie spowolnienie bez większych trudności.

Spadek zaufania konsumentów w USA potwierdzony

Obniżenie Conference Board to głównie wynik oczekiwań.

Wskazania indeksu przygotowywanego przez Conference Board potwierdziły spadek zaufania amerykańskich konsumentów w listopadzie sygnalizowany już wcześniej przez wskaźnik Uniwersytetu Michigan. Conference Board spadł do poziomu 87,3 pkt. (z odnotowanego wcześniej poziomu 95,2 pkt.) – jest to piąty z rzędu spadek i poziom najniższy od czasu huraganu Katrina w 2005 roku (spadek był wtedy powodowany obawami o wzrost cen gazu i niepewnością na rynkach finansowych). Znaczne obniżenie indeksu spowodowane jest obecnie głównie przez składową dotyczącą oczekiwań. **Zwiększająca się niepewność konsumentów powodowana jest głównie przez wysokie ceny paliw, które rodzą oczekiwania na rosnące ceny ogrzewania. Możliwości kredytowe konsumentów również nie przedstawiają się korzystnie i są w sposób ciągły ograniczane przez spadające ceny domów (najnowszy wskaźnik S&P/Case-Shiller pokazał spadek cen domów o 4,5% w stosunku rocznym w III kwartale).** Niemniej jednak, konsumenci planują wyższe niż w ubiegłym roku wydatki związane z nadchodzącymi świętami, a większość zakupów zostanie dokonana przy pomocy kart kredytowych. Z tego powodu głębsze spadki indeksu mogą nastąpić dopiero na początku przyszłego roku, kiedy wyższe koszty ogrzewania staną się faktem, a zadłużenie na karcie kredytowej będzie trzeba spłacić - będą to czynniki w znacznym stopniu ograniczające konsumpcję. **Spodziewamy się, że pierwsze dwa kwartały przyszłego roku będą się charakteryzowały najniższymi odczytami PKB, choć czynnikiem częściowo ograniczającym niekorzystny efekt ograniczenia konsumpcji będzie rosnący eksport stymulowany przez niską wartość dolara.**

Najniższej dynamiki konsumpcji spodziewamy się w I i II kwartale 2008, kiedy dojdzie do spłaty zadłużenia przedłużającego do tej pory ciągłość wysokich wydatków konsumentów.

Posiedzenie RPP, 28. listopada

| Decyzja RPP | Prawdopodobieństwo decyzji (według krzywej OIS) |
|-------------------|---|
| Podwyżka o 25 bps | 100% |
| Stopy bez zmian | 0% |
| Obniżka o 25 bps | 0% |

Rynek walutowy

| Fixing NBP | |
|------------|---------|
| EUR/PLN | USD/PLN |
| 3,6912 | 2,4876 |

EUR/USD 1,4820 EUR/JPY 160,85 EUR/PLN 3,6730 USD/PLN 2,4785

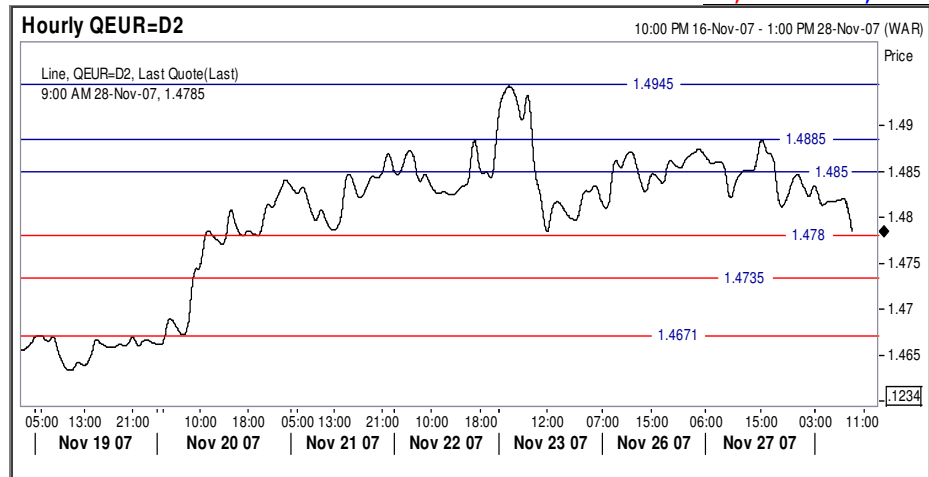
Ostre, choć krótkotrwale osłabienie dolara, do poziomu 1,4909 wobec euro po danych z rynku nieruchomości (ceny domów w IV kw spadły 4,5% r/r). Solidne wzrosty indeksów giełdowych pozwoliły jednak na ponowne wzmocnienie dolara do poziomu 1,486 wobec euro. Dolar osłabił się natomiast wobec jena do poziomu 108,22, po tym jak część inwestorów zdecydowała się zamykać pozycję w dolarze otwarte po wczorajszych informacjach o zakupie udziałów w Citigroup przez inwestycyjne ramie rządu ZEA.

Kurs EUR/PLN wybił się z dotychczasowego przedziału wahań 3,6850 - 3,6950 zmierzając w kierunku 3,66. Zasadniczymi powodami wzmocnienia złotego są wzrost indeksów giełdowych w Ameryce, przy umiarkowanym optymizmie w Azji, sprzedaż euro wobec jena i mniejszym stopniu oczekiwania na dzisiejszą podwyżkę stóp. Poprawa apetytu na ryzyko powinna sprzyjać dalszemu umacnianiu złotego. Możliwe zlecenia s/l poniżej 3,6670/50 EUR/PLN.

Krótkoterminowe prognozy, EUR/USD

Udana obrona poziomu oporu 1,4885 zachęciła do realizacji zysków na długich pozycjach w euro; poniżej 1,4780 możliwe zlecenia s/l. Silny poziom wsparcia ok. 1,4670/50.

| wsparcie | opór |
|----------|--------|
| 1,4780 | 1,4945 |
| 1,4735 | 1,4885 |
| 1,4670 | 1,4850 |



Źródło: Reuter

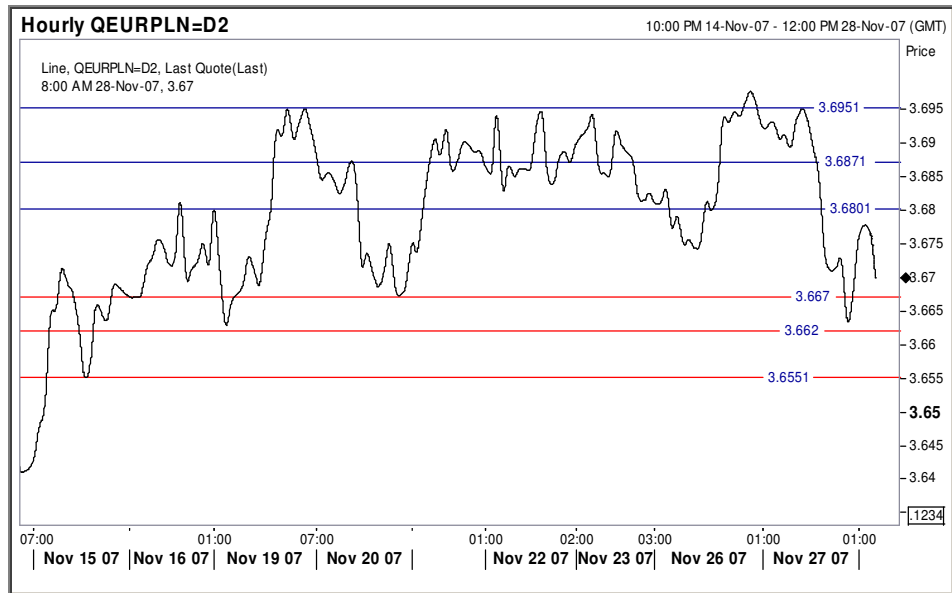
Krótkoterminowe prognozy, Złoty

| | EUR/PLN | |
|------|---------|--------|
| SPOT | 3,6711 | 3,6750 |
| ATM | BID | ASK |
| 1 W | 8,00 | 9,00 |
| 1 M | 6,75 | 7,75 |
| 2 M | 6,30 | 7,30 |
| --- | --- | --- |

Po kolejnej nieudanej próbie przełamania 3,6950/3,70 likwidacja długich pozycji euro zadecydowała o przełamaniu wsparcia 3,6740/00; prawdopodobny test 3,6670/50.. możliwe zlecenia s/l. Silny poziom wsparcia ok. 3,6550.

| wsparcie | opór |
|----------|--------|
| 3,6670 | 3,6950 |
| 3,6620 | 3,6870 |
| 3,6550 | 3,6800 |

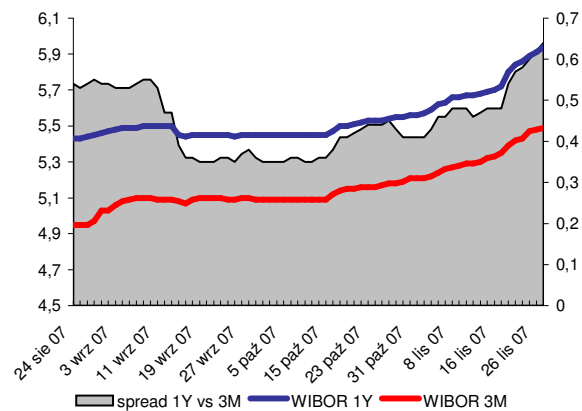
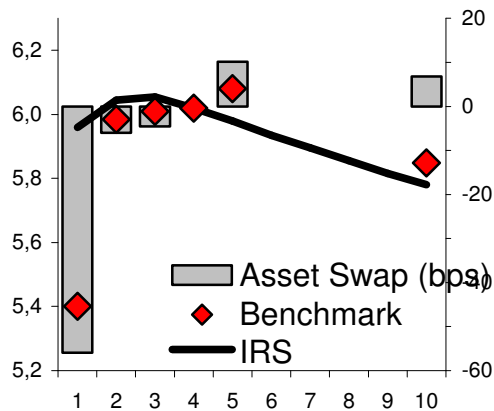
| USDPLN | | |
|------------|--------|--------|
| SPOT | 2,4807 | 2,4827 |
| ATM | BID | ASK |
| 1 W | 12,00 | 13,00 |
| 1 M | 10,75 | 11,75 |
| 2 M | 10,20 | 11,20 |
| 3 M | 10,00 | 11,00 |
| 6 M | 9,45 | 10,15 |
| 1 Y | 9,15 | 9,85 |
| DELTA = 25 | | |
| | 1 M | 1 Y |
| RR | 0,60 | 0,75 |
| Fly | 0,30 | 0,35 |



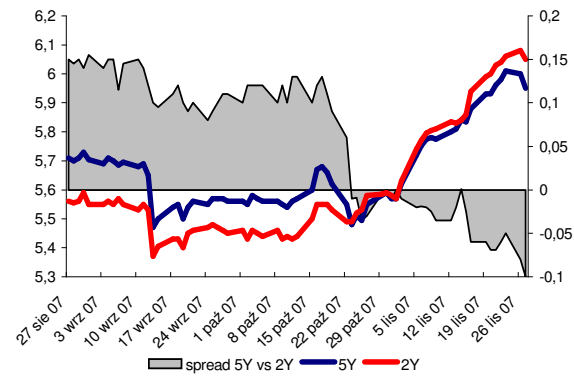
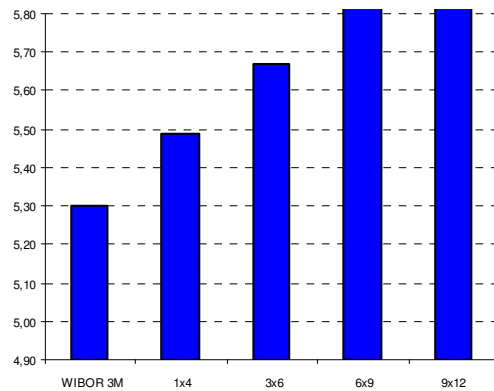
Źródło: Reuters

Rynek stopy procentowej, Złoty

| IRS | BID | ASK |
|-----|------|------|
| 1Y | 5,93 | 6,03 |
| 2Y | 6,01 | 6,11 |
| 3Y | 6,01 | 6,11 |
| 4Y | 5,97 | 6,07 |
| 5Y | 5,93 | 6,03 |
| 6Y | 5,88 | 5,98 |
| 7Y | 5,82 | 5,92 |
| 8Y | 5,77 | 5,87 |
| 9Y | 5,73 | 5,83 |
| 10Y | 5,69 | 5,79 |



| depo | BID | ASK |
|------|------|------|
| ON | 5,70 | 6,00 |
| 1M | 5,04 | 5,24 |
| 3M | 5,43 | 5,53 |
| FRA | BID | ASK |
| 1x2 | 5,38 | 5,45 |
| 1x4 | 5,63 | 5,68 |
| 3x6 | 5,79 | 5,84 |
| 6x9 | 5,98 | 6,03 |
| 9x12 | 6,01 | 6,06 |



| KRAJ | GODZINA | WSKAŹNIK | ZA OKRES | BRE | KONSENSUS | POPZEDNIO |
|------|-------------|--------------------------------|-------------|-------------|-----------|-----------|
| POL | Po południu | Decyzja RPP | - | 5,0% | 5,0% | 4,75% |
| POL | 14:00 | Koniunktura konsumentcka | listopad | - | - | - |
| USA | 14:30 | Zamówienia na dobra trwałe m/m | październik | - | 0,0% | -1,7% |
| USA | 16:00 | Existing home sales | październik | - | 5,0 mln | 5,04 mln |
| USA | 21:00 | „Beżowa Księga” | - | - | - | - |

UWAGA!

NINIEJSZE OPRACOWANIE STANOWI WYRAZ NAJLEPSZEJ WIEDZY AUTORÓW POPARTEJ INFORMACJAMI Z KOMPETENTNYCH RYNKOWYCH ŹRÓDEŁ, JEDNAKŻE NIE MOŻEMY GWARANTOWAĆ ICH PEŁNEJ WIARYGODNOŚCI I KOMPLETNOŚCI. WSZELKIE OCENY ZAWARTE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE WYRAŻAJĄ NASZE OPINIE W DNIU WYDANIA RAPORTU I MOGĄ BYĆ ZMIENIONE PRZEZ AUTORÓW BEZ UPZEDNIEGO POWIADOMIENIA. INFORMACJE, NA KTÓRE POWOŁUJĄ SIĘ W NINIEJSZYM OPRACOWANIU AUTORZY NIEKONIECZNIE POZOSTAJĄ W ZGODZIE Z OPINIAMI BRE BANKU. KWOTOWANIA WSKAZANE W OPRACOWANIU SĄ ŚREDNIMI POZIOMAMI ZAMKNIĘCIA RYNKU MIĘDZYBANKOWEGO Z DNIA POPZEDNIEGO I MAJĄ CHARAKTER WYŁĄCZNIE INFORMACYJNY. NIE SĄ ZATEM PORADĄ, REKOMENDACJĄ, OFERTĄ DOTYCZĄCĄ KUPNA LUB SPRZEDAŻY INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH I NIE NALEŻY ICH TAK TRAKTOWAĆ. PROGNOZY WSKAZANE W NINIEJSZYM DOKUMENCIE NIE GWARANTUJĄ OSIĄGNIĘCIA ZYSKÓW PRZEZ INWESTORA DZIAŁAJĄCEGO NA ICH PODSTAWIE. AUTORZY OŚWIADCZAJĄ, ŻE INWESTOR NIE POWINIEN DZIAŁAĆ WYŁĄCZNIE NA PODSTAWIE NINIEJSZEGO OPRACOWANIA, BEZ ZASIĘGNIĘCIA NIEZALEŻNEJ PROFESJONALNEJ PORADY INWESTYCYJNEJ. JAKĄKOLWIEK ODPOWIEDZIALNOŚĆ BRE BANKU SA, JEGO ZARZĄDU, PRACOWNIKÓW, WSPÓŁPRACOWNIKÓW, KOOPERANTÓW, AGENTÓW Z TYTUŁU PODJĘCIA PRZEZ JAKĄKOLWIEK OSOBĘ DZIAŁAŃ LUB ZANIECHAŃ W ZWIĄZKU Z NINIEJSZYM OPRACOWANIEM JEST WYŁĄCZONA. DYSTRYBUCJA LUB PRZEDRUK CZĘŚCI LUB CAŁOŚCI OPRACOWANIA MOŻLIWA JEST ZA UPZEDNIA PISEMNĄ ZGODĄ AUTORÓW.